



기업분석 | 인터넷/게임

Analyst

성중화

02 3779 8807

jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (Maintain)

목표주가	26,000 원
현재주가	21,300 원

컨센서스 대비 (2019E OP 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (3/4)	748.07pt
시가총액	7,504 억원
발행주식수	35,311 천주
52 주 최고가/최저가	32,100 / 14,100 원
90 일 일평균거래대금	74.93 억원
외국인 지분율	27.1%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	9,112 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 0.9%
	6 개월 14.8%
	12 개월 -11.0%
주주구성	김병관 외 2 인 27.2%
	FunGame International Ltd 외 1 인 20.2%
	웹젠 자사주 11.9%

Stock Price



웹젠 (069080)

마스터탱크4 한국 론칭 임박. 중국 판호 기대감 유효

분기 실적은 4Q18에 이어 1Q19도 숨고르기 지속 전망

4Q18에 이어 1Q19도 실적 숨고르기가 지속될 것으로 전망하고 있다. 무료리진2 한국의 하향 셋업 과정이 지속되고 기적MU:각성, 기적:최강자, 전민기적 등 중국시장 게임들도 완만한 하향 안정화 과정에 있는 반면 무료 IP 기반 중국시장 신작게임들은 아직 판호 문제로 론칭이 안되고 있기 때문이다. 3월 한국시장 론칭 예정인 마스터탱크4의 경우 몇 가지 기대요소를 갖추고 있으나 공격적 추정치보다 론칭 후 검증이 현실적이라 판단하며 흑자 기대 이상의 초기 성과를 시현하더라도 1Q19 기여는 제한적이라는 점도 감안해야 한다.

당분간 실적보다는 중국시장 판호 동향이 더 중요

동사는 무료 IP 활용 H5 게임 2-3개에 대해 중국정부에 판호 심사를 접수한 상황이다. 동사의 무료 IP 기반 중국시장 신작 라인업들은 IP가 한국산이라 공식적으로 외자게임으로 분류되고 있으나 개발사, 퍼블리셔가 모두 중국업체로서 사실상 중국게임이므로 외자게임들 중에선 가장 유력한 판호 발급 후보일 것이라 판단한다. 따라서, 향후 외자게임에 대한 판호 심사 재개 소식이 들릴 경우 동사주가엔 호재로 작용할 가능성이 크다고 판단한다.

올해 핵심 주목사항은 중국시장 판호 발급. 단기 주목사항은 마스터탱크4

올해 핵심 주목사항은 무료 IP 기반 중국시장 신작들에 대한 판호 발급 동향이 핵심 주목사항이다. 우선은 3Q18 판호 심사를 신청한 2-3개 H5 게임에 대한 판호 발급 동향이 중요한데 그 전에 중국정부의 외자게임 판호 심사 재개 소식에 귀를 기울일 필요가 있다.

3월 중 한국시장 론칭 예정인 마스터탱크4(개발사: 로코조이, 한국시장 퍼블리셔: 웹젠)도 주목해볼 필요가 있다고 판단한다. 마스터탱크4는 중국 개발사 로코조이가 개발한 모바일 RPG로서 작년 7월 텐센트가 중국시장에 론칭하여 중국 iOS 매출순위 1위를 기록하기도 했으며 지금도 중국 iOS 매출순위 20-30위권에 포진되어 있는 중국시장 히트게임이다.

TP 23,000원에서 26,000원으로 13% 상향. Buy 유지

중국시장 판호 발급 기대감 및 일부 마스터탱크4 기대감 등을 반영하여 적용 PER를 상향함으로써 목표주가는 23,000원에서 26,000원으로 13% 상향하고 의견은 Buy를 유지한다. 핵심은 중국시장 외자게임 판호 발급 기대감이다. 판호 규제가 풀릴 경우 동사의 다수 신작 라인업의 기대가치는 동시에 제고될 수 있다. 마스터탱크4는 관심작 정도로 지켜보면 된다.

Financial Data (K-IFRS 연결기준)

(억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	2,200	1,663	2,189	1,860	2,365
증감률 (%)	-9.2	-24.4	31.6	-15.0	27.2
영업이익	572	440	689	488	756
순이익	449	300	501	387	588
EPS (원)	1,271	849	1,420	1,096	1,664
증감률 (%)	-25.5	-33.2	67.3	-22.8	51.9
BPS (원)	5,594	6,485	7,972	9,112	10,814
PER (x)	11.8	46.0	15.0	19.4	12.8
PBR (x)	2.7	6.0	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA (x)	5.4	22.4	6.6	8.4	4.9
영업이익률 (%)	26.0	26.5	31.5	26.3	32.0
EBITDA 마진 (%)	29.8	31.8	34.7	29.9	35.0
ROE (%)	20.4	11.8	17.2	11.6	15.4

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

표1 웹젠 신작 론칭일정 정리

신작	지역	매출 형태	론칭일정
뮤온라인 H5 (대전사지검 H5 한국 버전)	한국	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 37게임즈) (한국시장 퍼블리셔: 웹젠)	4Q18(18.10.31) 론칭
뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 천마시공, 후딘, 스카이문스 등) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	판호 문제로 잠정 (개발 완료, 2~3개 3Q18 판호 접수)
뮤 IP 활용 웹게임 1개 (가제: 대전사지검2)	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 37게임즈) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	미정 (현재 개발 중) (개발 완료 후 판호 접수 예정)
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 37게임즈) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	미정 (현재 개발 거의 완료) (개발 완료 후 판호 접수 예정)
기적:최강자	한국	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 타렌) (한국시장 퍼블리셔: 웹젠)	미정 (당사 가정: 2H19 가능성)
뮤 IP 활용 H5 게임 3개 이상	한국	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 천마시공, 후딘, 스카이문스 등) (한국시장 퍼블리셔: 웹젠)	론칭여부 및 론칭일정 미정 (중국 론칭 이후)
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	한국	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 37게임즈) (한국시장 퍼블리셔: 웹젠)	론칭여부 및 론칭일정 미정 (중국 론칭 이후)
뮤 IP 활용 웹게임 1개	한국	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 37게임즈) (한국시장 퍼블리셔: 웹젠)	론칭여부 및 론칭일정 미정 (중국 론칭 이후)
뮤오리진2	북미/유럽	총액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 천마시공) (한국시장 퍼블리셔: 웹젠)	빠르면 1H19 (3Q19 가능성)
뮤 IP 활용 모바일 MMORPG 몇 개	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 몇몇 중국업체) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	2H19 또는 1H20 론칭을 목표로 개발 중 (그 전에 판호 획득 필요)
R2 IP 활용 모바일 MMORPG 1개	한국	총액 (자체 IP 바탕으로 자체 개발 중) (PC게임 R2 아이템베이 아이템 거래 5위로서 아이템 거래 활발, R2 IP 활용 모바일 MMORPG 흥행 기대감 높음)	빠르면 1H20 국내시장 먼저 출시 목표
SUN IP 활용 모바일 MMORPG 1개	중국	순액 (뮤 IP 제공: 웹젠, 개발: 중국업체) (중국시장 퍼블리셔: 중국업체)	2019년말 또는 2020년초 론칭을 목표로 개발 중 (그 전에 판호 획득 필요)
마스터탱커4(모바일 RPG)	한국	총액 (개발: 로코조이 _ 중국 개발사) (퍼블리셔: 웹젠)	19년 3월 론칭 예정
First Hero(전략시뮬레이션)	북미/유럽	총액 (개발: 맥스온소프트) (퍼블리셔: 웹젠)	1Q19말 또는 2Q19초 론칭 예정
Cube Town(수집형 RPG)	북미/유럽	총액 (개발: 아름게임즈) (퍼블리셔: 웹젠)	1Q19말 또는 2Q19초 론칭 예정
소셜카지노게임 1개 (PC게임)	북미/유럽	총액 (페이스북 플랫폼 론칭 예정)	1H19 론칭 예정
미니게임 여러 개	북미/유럽	총액 (자체개발)	1H19 론칭 예정

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 분기 실적전망

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	431	437	358	436	547	489	639	514	445	402	436	577
게임 매출	431	437	358	435	546	489	634	513	444	401	436	577
뮤	339	338	267	321	433	391	545	409	352	309	348	478
R2	26	21	14	27	18	18	17	21	19	17	16	18
샷온라인	19	15	14	19	17	15	15	17	15	14	14	15
메탄2	13	23	20	23	20	20	21	23	20	20	21	22
Webzen.com	12	10	11	12	10	9	8	10	9	8	7	9
기타	23	30	32	33	48	37	29	33	30	33	31	35
기타 영업수익	0	0	0	0	0	0	6	0	0	0	0	0
영업비용	322	325	283	292	305	360	440	395	339	326	324	383
인건비	94	100	97	114	122	109	110	143	128	131	129	132
감가상각비	8	8	9	12	12	12	11	11	11	11	11	11
무형자산상각비	13	13	14	11	9	6	6	6	6	6	6	6
지급수수료	176	166	134	124	117	167	248	188	157	141	134	185
광고선전비	18	25	10	17	17	47	45	24	18	19	29	25
기타	13	13	20	14	29	20	19	23	19	18	15	23
영업이익	109	112	75	144	242	129	199	119	105	76	112	195
영업이익률(%)	25.3	25.6	21.0	33.0	44.2	26.3	31.2	23.2	23.7	18.9	25.8	33.7
순이익	74	100	28	97	168	125	154	55	84	66	92	144
순이익률(%)	17.1	23.0	7.9	22.2	30.7	25.5	24.1	10.7	19.0	16.5	21.1	25.0
지배주주순이익	74	101	29	98	169	125	154	56	85	67	93	145
순이익 대비 비중(%)	100.8	100.4	102.9	101.2	100.5	100.4	100.2	100.8	100.6	100.7	100.5	100.8
qoq(%)												
매출액	-24.9	1.4	-18.1	21.6	25.5	-10.6	30.7	-19.7	-13.4	-9.7	8.6	32.4
영업이익	-30.0	2.7	-32.8	91.0	68.0	-46.7	55.0	-40.3	-11.4	-28.0	48.1	73.2
지배주주순이익	-44.8	35.6	-71.0	235.3	71.8	-25.8	23.4	-63.9	52.8	-21.5	38.6	56.9
yoy(%)												
매출액	-28.2	-18.8	-26.3	-24.2	26.8	11.8	78.4	17.9	-18.6	-17.9	-31.8	12.4
영업이익	-36.0	-23.6	-24.1	-7.6	121.5	14.9	165.0	-17.2	-56.4	-41.0	-43.7	63.6
지배주주순이익	-40.1	-11.5	-62.9	-27.2	126.5	23.9	427.2	-43.3	-49.6	-46.6	-40.0	161.0

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 연간 실적전망

(억원, 원, %)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	2,200	1,663	2,189	1,860	2,365
게임 매출	2,199	1,662	2,182	1,858	2,363
뮤	1,783	1,265	1,778	1,487	1,389
R2	109	89	73	70	60
샷온라인	70	66	64	58	53
메탄2	59	79	83	83	82
Webzen.com	66	45	37	32	29
기타	113	118	147	128	750
기타 영업수익	1	1	6	2	2
영업비용	1,628	1,223	1,500	1,371	1,608
인건비	419	404	484	520	556
감가상각비	34	37	45	45	47
무형자산상각비	51	51	26	23	23
지급수수료	918	600	721	617	768
광고선전비	159	70	134	91	121
기타	47	60	91	76	93
영업이익	572	440	689	488	756
영업이익률(%)	26.0	26.5	31.5	26.3	32.0
순이익	449	300	501	387	588
순이익률(%)	20.4	18.0	22.9	20.8	24.8
지배주주순이익	452	303	503	389	591
순이익 대비 비중(%)	100.7	101.0	100.4	100.7	100.6
EPS	1,271	849	1,420	1,096	1,664
지배주주 EPS	1,280	857	1,426	1,103	1,675
yoy(%)					
매출액	-9.2	-24.4	31.6	-15.0	27.2
영업이익	-23.5	-23.0	56.5	-29.1	54.9
지배주주순이익	-25.3	-33.0	66.3	-22.6	51.8
지배주주 EPS	-25.3	-33.0	66.3	-22.6	51.8

주: K-IFRS 연결기준

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 웹젠 목표주가 변경 내역

구분	19E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(조원)
종전	1,103	20.9	23,000	8,122
신규	1,103	23.6	26,000	9,181
변경률(%)	0.0	13.0	13.0	13.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

웹젠 (069080) _ K-IFRS 연결기준

재무상태표

(억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	2,076	2,246	2,837	3,193	3,827
현금 및 현금성자산	283	524	649	750	903
기타현금성자산	1,450	1,450	1,831	2,116	2,547
매출채권 및 기타채권	300	248	315	287	334
기타	42	24	42	40	43
비유동자산	941	989	1,131	1,126	1,144
유무형자산	783	816	719	711	707
투자자산	87	98	19	19	19
기타	71	76	393	396	418
자산총계	3,017	3,235	3,968	4,319	4,971
유동부채	529	404	679	649	701
기타유동금융부채	238	110	243	232	251
단기이자지급성부채	0	4	6	6	6
기타	291	290	430	411	444
비유동부채	91	136	150	145	156
장기이자지급성부채	0	1	0	0	0
기타	91	135	150	145	156
부채총계	620	540	829	793	857
지배주주지분	2,390	2,692	3,135	3,522	4,109
자본금	177	177	177	177	177
자본잉여금 및 기타	1,059	1,065	1,007	1,007	1,007
이익잉여금	1,155	1,450	1,951	2,338	2,925
비지배주주지분	7	3	4	5	5
자본총계	2,397	2,695	3,139	3,526	4,114

현금흐름표

(억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	476	377	807	467	669
영업에서 창출된 현금	590	483	934	550	817
당기순이익	449	300	501	387	588
조정사항	236	250	245	164	227
유무형자산상각비	84	89	71	67	70
이자손익	-43	-46	-50	-52	-55
법인세비용	120	157	183	140	211
기타	74	51	41	8	1
자산,부채 증감	-94	-66	187	0	2
법인세,이자,배당금 등	-115	-106	-127	-83	-148
투자활동 현금	-407	-134	-633	-366	-516
금융자산 증감	-367	-12	-578	-297	-442
유형자산 증감	-33	-88	-27	-54	-55
무형자산 증감	-8	-34	0	-17	-19
기타	1	0	-27	2	0
재무활동 현금	-54	0	-49	0	0
차입금 증감	0	1	1	0	0
자기주식 증감	-54	0	-49	0	0
총현금흐름	15	244	126	101	153
기초 현금 및 현금성자산	266	283	524	649	750
외화 현금 환율변동 효과	2	-3	0	0	0
기말 현금 및 현금성자산	283	524	649	750	903
기말 기타현금성자산	1,450	1,450	1,831	2,116	2,547
기말 총현금유동성	1,733	1,974	2,480	2,867	3,450

자료: 웹젠, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	2,200	1,663	2,189	1,860	2,365
게임 매출	2,199	1,662	2,182	1,858	2,363
뮤	1,783	1,265	1,778	1,487	1,389
기타	417	397	404	371	974
기타 영업수익	1	1	6	2	2
영업비용	1,628	1,223	1,500	1,371	1,608
영업이익	572	440	689	488	756
EBITDA	656	529	760	556	826
영업외손익	-3	16	-4	38	43
금융손익	44	34	57	47	51
기타손익	-47	-18	-55	-9	-8
관계기업투자손익	0	0	-6	0	0
세전이익	569	456	684	526	799
법인세비용	120	157	183	140	211
당기순이익	449	300	501	387	588
지배주주순이익	452	303	503	389	591
Profitability(%)					
영업이익률	26.0	26.5	31.5	26.3	32.0
EBITDA Margin	29.8	31.8	34.7	29.9	35.0
세전이익률	25.9	27.5	31.3	28.3	33.8
당기순이익률	20.4	18.0	22.9	20.8	24.8
ROA	15.5	9.6	13.9	9.3	12.6
ROE	20.4	11.8	17.2	11.6	15.4
ROIC	27.5	13.4	19.3	12.1	15.4

주요 투자지표

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
Valuation (배)					
P/E	11.8	46.0	15.0	19.4	12.8
P/B	2.7	6.0	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	5.4	22.4	6.6	8.4	4.9
P/CF	9.3	31.1	12.1	16.1	11.3
Per Share Data (원)					
EPS	1,271	849	1,420	1,096	1,664
BPS	5,594	6,485	7,972	9,112	10,814
CPS	1,614	1,256	1,756	1,323	1,888
DPS	0	0	0	0	0
Growth (%)					
매출액	-9.2	-24.4	31.6	-15.0	27.2
영업이익	-23.5	-23.0	56.5	-29.1	54.9
EPS	-25.5	-33.2	67.3	-22.8	51.9
총자산	8.7	7.2	22.7	8.9	15.1
자기자본	19.3	12.4	16.5	12.3	16.7
Stability (%배,억원)					
부채비율	25.9	20.0	26.4	22.5	20.8
유동비율	392.4	555.2	417.8	492.4	546.0
자기자본비율	79.4	83.3	79.1	81.6	82.8
영업이익/금융비용(x)	13.4	10.1	23.7	16.3	24.0
이자보상배율(x)	무이자	2,174.7	628.9	467.7	685.2
총차입금	0	5	6	6	6
순차입금	-1,733	-1,969	-2,474	-2,861	-3,444

웹젠 목표주가 추이		투자 의견 변동내역							
(원)	주가 목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견
					최고 대비	최저 대비	평균 대비		
60,000		2017.02.14	Buy	23,000원	-3.9	-13.1			
50,000		2017.03.14	Buy	28,000원	-15.4	-26.4			
40,000		2017.08.14	Buy	23,000원	0.9	-13.4			
30,000		2017.09.27	Buy	29,000원	1.6	-8.2			
20,000		2017.11.14	Buy	36,000원	-4.3	-18.3			
10,000		2017.12.12	Buy	45,000원	-7.3	-27.5			
0		2018.02.13	Buy	38,000원	-15.5	-26.3			
		2018.04.02	Buy	42,000원	-24.0	-35.2			
		2018.07.19	Buy	35,000원	-33.4	-40.3			
		2018.08.20	Buy	28,500원	-26.7	-32.5			
		2018.10.18	Buy	23,500원	-27.4	-33.0			
		2018.11.15	Buy	19,500원	-3.3	-11.7			
		2018.12.03	Buy	23,000원	-3.9	-15.8			
		2019.03.05	Buy	26,000원					

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	96.4% 3.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 1. 1 ~ 2018. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)